



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Was würden Sie sagen, wenn Ihnen jemand die folgende Fonds-Strategie vorschlägt: Es soll mit einem Hebel von 3:2 Kredit zu 7% Zins aufgenommen werden und das Geld wird dann in nicht-kotierte Aktien gesteckt sowie mit Optionsscheinen auf steigende Kurse von grossen Tech-Titeln gewettet. Wahnsinnig? Fast schon kriminell? Oder ganz auf der Höhe der Zeit? Schliesslich gibt es auf dem Konto keinen Zins und die Notenbanken wollen ja, dass wir alle spekulieren.

Der 100 Milliarden schwere Vision Fund von Softbank-Gründer Masayoshi Son setzt genau diese Strategie um. Wie soeben bekannt wurde, war es Son, der in einem so starken Ausmass Call-Optionen auf Tech-Titel gekauft hatte, dass im August selbst Schwergewichte wie Apple steil nach oben schnellten. Dahinter steht die Absicherung der Investmentbanken, welche Son die Call-Optionen verkauft hatten. Sie mussten ihr Exposure durch Käufe der Basiswerte absichern. Die Horde von spekulationswütigen Retailtradern auf Robinhood tat ihr übriges, so dass die relativen Optionsprämien auf Calls einen absoluten Rekordstand erreichten. Selbst auf dem Höhepunkt der Internet-Blase im Jahr 2000 war die Spekulation in Call-Optionen geringer. Alle 20 Jahre scheint eine neue Generation von Anlegern komplett von der Gier übermannt zu werden. Dieses Mal mit dem offiziellen Segen der Notenbanker, welche die Spekulation risikolos erscheinen lassen. Natürlich dürfte die Geschichte auch dieses Mal böse enden. Die Abwicklung von Sons historischer Optionswette läuft bereits.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Die historische Value-Chance	1
Aktien Plus Minus: Nutrien und Sundrug.....	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

Die historische Value-Chance

Mit der Corona-Krise hat sich eine historische Lücke zwischen der Performance von günstigen Value-Aktien und glamourösen Wachstums-Aktien geöffnet. Doch je näher ein Impfstoff kommt, desto weniger machen die gigantischen Bewertungsunterschiede und die einseitige Positionierung der Anleger Sinn. Aus der klaffenden Lücke könnte eine historische Chance für Value-Aktien werden.

Die Corona-Krise ist weitgehend ausgestanden. Dies sagt zumindest ein Blick auf die führenden Börsenbarometer: S&P 500, DAX und SMI haben ihre Kurseinbrüche vom März ausgebügelt oder notieren im Fall der US-Börse sogar auf neuen Höchstständen.

Doch ein zweiter Blick zeigt, dass innerhalb der Börsenindizes gewaltige Lücken in der Performance klaffen. Auf der einen Seite stehen die Corona-Gewinner, vor allem die indexschweren Tech-Titel, die längst mehr als eine V-förmige Erholung gemacht haben und auf neue Rekordstände hochgeschossen sind. Auf der anderen Seite stehen die zahlreichen Verliereraktien der Krise, deren Kurse je nach Branche ein halbpatziges V geschafft haben oder in L-Form weiter darniederliegen.

Die klaffende Lücke zwischen Gewinnern und Verlierern, ob an der Börse oder der Gesellschaft, lässt immer mehr Beobachter von einem K-förmigen Marktverlauf sprechen. Natürlich steht hinter dem klaffenden K auch die gewaltige Liquiditätsschwemme, mit der die Notenbanken die Märkte geflutet haben wie sonst nur in Kriegszeiten. Doch das K kann in dieser Form kaum noch lange Bestand haben.



Die Verfügbarkeit eines Corona-Impfstoffs rückt zwangsläufig immer näher. Die Frage nach dessen langfristiger Wirksamkeit ist zwar noch völlig offen. Aber mit einer gewissen Normalisierung des Geschäftslebens und Reiseverhaltens ist zu rechnen. Gleichzeitig steigt die Wahrscheinlichkeit, dass aus der riesigen Geldschwemme ein Anstieg der Inflation resultiert. Von beidem würden die tief bewerteten Aktien aus zyklischen Sektoren mehr profitieren als die teuren Wachstumstitel. Eine Veränderung des Status Quo kündigt sich an.

Nur wenn Corona-Krise, wirtschaftliche Stagnation und tiefe Inflation noch lange Zeit anhalten werden, macht es allenfalls Sinn, weiter rekordhohe Preise für glamouröse Tech-Titel zu bezahlen. Wie so oft scheinen aber viele Anleger nur noch mit dem Rückspiegel zu investieren und darauf zu setzen, was die letzten zehn Jahre gut lief, anstatt den Blick nach vorne zu werfen.

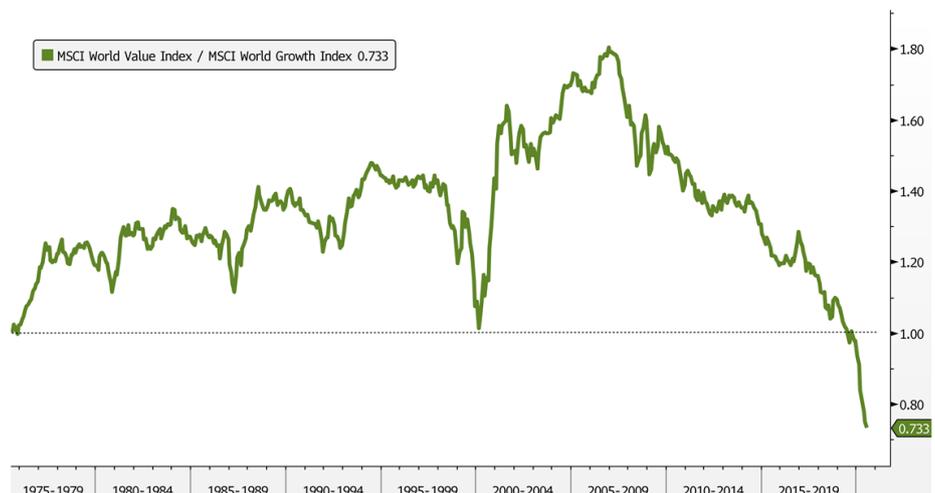
Die Dominanz der Wachstums-Aktien hat heute ein genauso absurdes Ausmass wie in der Internet-Blase der Jahrtausendwende erreicht:

- Der US-Technologiesektor soll nun mehr Wert sein als alle europäischen Börsenplätze zusammen, inklusive der Schweiz und dem Vereinigten Königreich.
- Eine einzige Aktie, Apple, soll mehr Wert sein als alle Titel des Russell-2000-Index und mehr als ganze amerikanische Sektoren wie etwa Energie oder das Bankwesen.
- Tesla sollte für kurze Zeit mehr Wert sein als alle anderen Autobauer der Welt zusammen.

Die relative Outperformance der Wachstumsaktien gegenüber Value hält seit 2007 an und hat sich im Lauf der Corona-Krise zusätzlich beschleunigt (siehe Grafik).

MSCI World Value Index / MSCI World Growth Index

Bloomberg



Die Grafik zeigt die Wertentwicklung des MSCI World Value Index geteilt durch den MSCI World Growth Index seit 1975. Seit 2007 verlor der Value Index gegenüber Growth an Boden und fiel kürzlich auf ein relatives Rekordtief. (Quelle: Bloomberg).

Natürlich sind Prophezeiungen eines baldigen Comebacks der Value-Aktien ein so fixer Programmpunkt im Prognose-Zirkus wie das Jahresend-Rally oder der China-Crash. Viele Anleger wurden schon mehrfach enttäuscht und mögen es nicht mehr hören. Frustriert wenden sich immer mehr vom Value-Investing ab: Der Preis einer Aktie spielt keine Rolle mehr, einzig eine gute Story und ein guter Aufwärtstrend zählen.

Doch die Positionierung des Marktes in ein paar wenigen überschweren Momentum-Aktien ist damit extrem einseitig geworden. Wie Empirical Research vorrechnet, weist

Was löst das Value-Rally aus?

das beste Fünftel aller Aktien mit dem besten Momentum derzeit einen Anteil von 35% der gesamten Kapitalisierung des US-Marktes aus. Umgekehrt hat das Fünftel mit der tiefsten Bewertung nur noch einen Anteil von 10% an der gesamten Börsenkapitalisierung.

Auch die Unterschiede in der Bewertung selbst haben historische extreme Ausmasse angenommen: Die grössten Wachstumsaktien weisen nun ein Kurs/Gewinnverhältnis aus, das mehr als viermal so hoch ist wie der Marktschnitt. Historisch üblich war in den letzten 70 Jahren eine rund doppelt so hohe Bewertung für schnell wachsende Firmen.

Umgekehrt sind Value-Aktien wirklich billig geworden. Ihr Kurs/Gewinnverhältnis beläuft sich momentan auf rund die Hälfte des Marktschnitts. Typisch war in der Vergangenheit eher ein Bewertungsabschlag von rund einem Viertel zum Durchschnitt.

Die Feder für ein fulminantes Comeback der Value-Aktien ist damit extrem gespannt. Doch es bleibt die Frage nach dem Auslöser für die Value-Aufholjagd. In den letzten Jahren waren es meist steigende Zinsen, welche dem Value-Segment Auftrieb verschafften. Dies macht Sinn: Erstens zeigen steigende Zinsen bessere Wirtschaftsaussichten an, was den meist zyklischen Value-Titeln hilft. Zweitens steigt damit der Abzinsungsfaktor für die zukünftigen Cashflows eines Unternehmens. Dies trifft günstige Titel mit einer hohen gegenwärtigen Free-Cashflow-Rendite viel weniger als Wachstumsaktien, welche vor allem auf Grund ihrer Cashflows in ferner Zukunft bewertet werden.

Mittlerweile glauben vermutlich mehr Anleger an das Christkind, als dass die Zinsen jemals wieder steigen können. Die Notenbanken werden alles daransetzen, dies zu verhindern. Doch was ist, wenn die Inflation ausser Kontrolle gerät?

Die Gefahr ist real, da zum ersten Mal seit Jahrzehnten die Geldpolitik und die Fiskalpolitik gleichzeitig sehr expansiv sind. Die Budgetdefizite in vielen Ländern werden dieses Jahr in Relation zum Bruttoinlandprodukt ein Niveau erreichen, wie es zuletzt im Zweiten Weltkrieg üblich war. Wie das neue «Zeitalter der Extreme» in Sachen Inflation enden wird, ist derzeit völlig offen (vgl. [Quantex Werte Juni 2020](#)).

Doch weil die Feder für Value-Aktien so extrem gespannt ist, braucht es vermutlich ohnehin nur einen minimalen Anstieg der Inflationserwartungen, um eine starke Outperformance einzuleiten. Dies war zumindest 2013 und 2016/17 in den letzten beiden guten Value-Phasen schon so.

Als Bottom-Up-Investoren machen wir keine Prognosen darüber, wann und wie stark die Inflation oder die Wirtschaft zurückkommen werden. Wir sehen aber, wie einseitig derzeit der Markt darauf ausgerichtet ist, dass dies nie mehr geschehen wird. Entsprechend macht es aus unserer Sicht Sinn, mit Value-Aktien dagegen zu setzen. Das Chance-Risiko-Verhältnis für dieses Investment ist derzeit ausgesprochen gut.

Der Quantex Global Value Fund hat deshalb in den letzten zwei Wochen sein Engagement in Value-Titeln aus eher zyklischen Sektoren wie Bergbau, Düngerherstellung und Papier weiter erhöht und gleichzeitig einige defensive Positionen in Apotheken, Pharma und Software abgebaut.

Jetzt warten wir darauf, dass das K zuklappt. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Peter Frech
Fondsmanager

+ Nutrien

Die kanadische Nutrien entstand 2018 aus der Fusion der traditionsreichen Potash Corp of Saskatchewan mit Agrium. Das Unternehmen ist einer der weltgrössten Düngerhersteller und Marktführer im Kalium-Segment. Dank den Kali-Minen in Saskatchewan verfügt Nutrien über beträchtliche Kostenvorteile. Durch die Fusion mit Agrium wurde der Konzern ausserdem zum grössten Einzelhändler für Dünger und Saatgut in den USA und Australien. Das Vertriebsgeschäft liefert stabile Free Cashflows und bietet gleichzeitig Wachstumspotenzial durch weitere Aufkäufe von kleineren Konkurrenten.

Das Düngergeschäft ist dagegen eher zyklisch – jedoch nicht in Bezug auf die Weltwirtschaft, sondern auf die Getreidepreise. Momentan liegen die Preise darnieder. Hier besteht beträchtliches Erholungspotenzial. Auf den letzten beiden Höhepunkten der Düngergepreise erwirtschaftete Potash Corp allein so viel Cashflow wie heute die fusionierte Gruppe. Aktuell werden jährlich rund 2 Milliarden Free Cashflow eingefahren. Dies ergibt eine ansprechende Rendite zum Unternehmenswert EV von 8%. Nutriens Nettoverschuldung befindet sich mit 2.5 x Ebitda am oberen Ende des für uns Erträglichen, ist aber langfristig finanziert und durch das stabile Einzelhandelsgeschäft abgesichert.

– Sundrug

Sundrug widerspiegelt unsere allgemeine Frustration mit japanischen Firmen. Seit jeher schafften es viele Japaner durch unser Screening, und rein oberflächlich sah das Land nach einem Paradies für Value-Investoren aus. Lange haben uns aber die lächerlichen Kapitalallokationsentscheide der Manager davon abgehalten, im Land zu investieren. Dann, praktisch aus dem nichts, kamen 2017 Firmen auf unser Radar, die sich freundlicher gegenüber dem Minderheitsaktionär zeigten und beispielsweise ihre Dividende erhöhten und Aktienrückkäufe lancierten. Solche Unternehmen hatten wir hauptsächlich im Gesundheits- und Gaming-Sektor gefunden, und 2019 stellte Japan das grösste Ländergewicht im Fonds dar.

Die Corona-Krise hat nun leider den Mut vieler Manager, überschüssiges Kapital an die Aktionäre zurückzubezahlen, im Keim erstickt. Anstatt die tiefen Kurse im März für Aktienrückkäufe zu nutzen, haben viele Unternehmen ihre Aktienrückkaufprogramme eingestampft. Anders als der Rest der Welt hätten die Japaner die Bilanzen gehabt, um die Rückkäufe weiterführen zu können. Diese nicht zu tätigen, war also doppelt schmerzhaft. Die Apothekenkette Sundrug war einer der Sünder. Obwohl die Dividende über die Jahre erhöht wurde, beträgt diese heute nur knapp 2%. Ohne Aktienrückkäufe ist uns dies zu wenig und wir verkauften etwas unter unserem geschätzten fairen Wert.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

$$e^{i\pi} + 1 = 0$$

Quant Corner

Bewertungsdatum: 10. September 2020

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Compagnie Fin Trad	Finanzdienstl.	6	10.8%	4.3%
Bellevue Group	Finanzdienstl.	4	41.3%	17.2%
Novartis	Pharma	4	5.3%	3.6%
Orell Fuessli	Handel	4	-2.4%	6.6%
VAT Group	Metallverarb.	4	2.9%	1.2%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pultegroup	Hausbau	8	11.4%	1.1%
JM Smucker	Nahrungsmittel	7	6.5%	3.1%
Unum Group	Versicherungen	6	22.2%	6.1%
Eastman Chemicals	Chemie	5	8.2%	1.6%
Intel Corp	Halbleiter	5	10.0%	2.6%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Rio Tinto	Bergbau	8	7.3%	6.2%
Orion Oyj	Pharma	6	5.4%	3.9%
Sanofi	Pharma	6	5.8%	3.6%
Polymetal	Bergbau	5	2.7%	4.1%
Persimmon	Hausbau	5	4.9%	1.6%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
China Res Cement	Baumaterial	9	13.0%	5.1%
KB Laminates	Chemie	9	6.1%	8.2%
Topco Scientific	Halbleiter	9	13.3%	5.4%
Kumba Iron Ore	Bergbau	8	10.3%	6.5%
Turkcell	Telekomm	8	22.2%	3.2%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	9	31.5%	0.0%
Regis Resources	Australien	9	6.6%	4.4%
Highland Gold	Russland	7	1.9%	3.6%
St Barbara	Australien	7	6.4%	3.5%
Dundee Precious	Kanada	5	8.7%	0.6%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Airbus	Luftfahrt	-11	-12.4%	0.0%
IWG	Dienstleist.	-10	10.5%	0.8%
Beoing	Luftfahrt	-9	-13.3%	3.8%
Thales	Rüstung	-8	6.2%	0.9%
Dufry	Einzelhandel	-8	4.8%	0.0%

Quantex R-Wert

Punktevergabesystem mit 12 Kriterien, jeweils mit 0, 1 oder -1 Punkten bewertet.

Je mehr Punkte, desto attraktiver ein Unternehmen. Negative Punktzahlen sind Verkaufssignale.

Es werden sowohl Value wie auch Momentum Kriterien betrachtet:

- Return on Equity
- EBIT Margin
- Common Equity/Assets
- P/E 5 Jahre
- Geschätztes mom. P/E
- Analysten-Konsensus (Contrarian-Indikator)
- Kursentwicklung
- Kursmomentum
- Preis/Buchwert
- Dividenden
- EPS Veränderungen
- Altman Z-Score

Quantex AG

Die Quantex AG wurde 2003 gegründet, und seit 2008 sind wir als Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen der Schweizerischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterstellt. Wir bieten unseren Kunden eine umfassende Vermögensverwaltung und -beratung sowie ein auf den Vermögensaufbau ausgerichtetes Fondssparen. Wir verfügen über insgesamt fünf Anlagefonds, wovon drei teilweise schon mehrfach von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Ansatz ist eine disziplinierte Value-Strategie mit antizyklischem Handeln gegen den Mainstream und gegen die auch bei „aktiven“ Fonds weit verbreitete Benchmark-Fixierung. Unseren Kunden bieten wir als Schweizer Anbieter aus der Region – mit Büros in Muri b. Bern, Bern und Zürich - direkten und unkomplizierten Zugang zum Fondsmanagement und Kundenbetreuern.

Quantex Fonds

Anlagefokus	Fondsname	Währung	Datum	NAV	Δ YTD
Anlagen in Aktien weltweit, Value-Style	Quantex Funds – Global Value	CHF -R-	7.9.2020	233.60	-2.1%
		EUR -R-	7.9.2020	139.78	-2.5%
		USD -R-	7.9.2020	157.55	+3.4%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	8.9.2020	281.21	+47.0%
		USD -R-	8.9.2020	128.74	+55.3%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	8.9.2020	195.36	+1.4%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	7.9.2020	87.95	-13.6%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	8.9.2020	1.43	+9.5%
		CHF -3a-	8.9.2020	1.11	+9.5%

Haftungsausschluss

Anleger sollten bei ihrer Investmententscheidung diesen Bericht nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Er dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Bericht genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Der Bericht stellt keine Beratung dar und enthält keine persönliche Empfehlung. Anlagen können signifikante Risiken beinhalten. Der Wert einer Anlage kann jederzeit steigen oder fallen. Die historische Performance ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung. Anteile der in diesem Bericht erwähnten Anlagefonds dürfen in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Investitionen in Anlagefonds erfolgen ausschliesslich auf Grundlage der offiziellen Fondsdokumente. Diese können unter <http://www.quantex.ch/de/anlagefonds> heruntergeladen oder kostenlos bei den in den Factsheets genannten Stellen bezogen werden.

QUANTEX AG
MARKTGASSE 61
CH-3011 BERN
+41 31 950 24 24

QUANTEX AG
LINTHESCHERGASSE 17
CH-8001 ZÜRICH
+41 43 243 03 46

WWW.QUANTEX.CH

